NISHIMURA & ASAHI

一橋大学　財務リーダーシップ・プログラム（HELP）B
第8セッション レジュメ

M&Aとリスク管理

2021年1月22日(金)18時00分～19時30分

西村あさひ法律事務所
弁護士・ニューヨーク州弁護士
太田　洋

NISHIMURA
& ASAHI

※　お願い及びご注意

**　本レジュメで言及しているM&A案件の内容・評価は、全て会社発表ないし報道等に基づくものであり、小職ないし小職所属の事務所が職務上知り得た機密情報等や評価に基づくものではございませんので、予め御承知おき下さい**

©2021 YO OTA. All rights reserved

NISHIMURA & ASAHI

Ⅰ M&Aのリスク（総論）

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aとリスク～はじめに

NISHIMURA & ASAHI

M&Aがもたらす成長機会とその裏腹のリスク

- ✓ 非連続な成長のためにM&Aは有効（ex. FacebookによるInstagram買収、Google によるYouTube買収、ブリヂストンによる米ファイアストン買収）
- ✓ コーポレートガバナンス・コードがいう「攻めのガバナンス」は、「適切な」リスクテイクによる成長が重要であるとのメッセージ
- ✓ 「適切な」リスクテイクが重要とは、①リスク・バッファー（Risk Appetite）の範囲内における、②「コントロールされた」投資が重要、との趣旨

M&Aのリスクとは

- ◆ M&Aを実現できないリスク
- ◆ M&Aの実行に際してのリスク
- ◆ PMIに失敗するリスク
- ◆ M&A（買収）されるリスク

©2021 YO OTA. All rights reserved

NISHIMURA & ASAHI

Ⅱ M&Aを実現できないリスク

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aを実現できないリスク(1)

NISHIMURA & ASAHI

□ アクティビストによる介入リスク

⇒ *2010年代後半から、アクティビストによるBumpitrage(買収公表後に登場したイベント・ドリブン型のアクティビスト投資家による買収条件引上げを狙った株式買集め等の攪乱行為)が着実に増加*

⇒ *2019年6月28日に公表された経産省の「公正なM&Aの在り方に関する指針」も後押し*

⇒ *特にMBOと親会社による完全子会社化が標的になる事案が目立つ(∵利益相反性の問題)*

◆ Bumpitrageの例

✓2018年: オアシス対パナソニック/パナホーム、オアシス対アルプス電気/アルパイン(⇒*エリオットも参入*)、オアシス対ベイン/アサツーディ・ケイ(元々WPP・シルチェスターが大株主)、エリオット対KKR/日立国際電気、エリオット対日立製作所/伊アンサルドSTS、ユーソニアン対ADEKA/日本農薬、レノ対オーシャン/東栄リーファーライン

✓2019年: レノ対ベイン/廣済堂(⇒*レノが対抗TOB(失敗)*)、レノ対東芝/NFT(⇒*HOYAも参入*)

✓2020年: オアシス対伊藤忠/ファミリーマート、リム・アドバイザーズ等対ベイン/ニチイ学館、レノ対カーライル/日本アジアグループ

□ 対抗TOB/対抗買収提案に敗れるリスク

⇒ *2020年前後から、日本でも事業会社(Strategic Buyer)が対抗TOB/対抗買収提案を仕掛ける事例が登場し始める*

⇒ *日本ではレブロン義務は判例法理として存在しないが、身売りを公表した状態は対抗TOB/対抗買収提案に対して脆弱であるとの理解が徐々に浸透*

◆ 事業会社(Strategic Buyer)による対抗TOB/対抗買収提案の例

✓2019年: HOYA対東芝/NFT ⇒*親会社の東芝による拒否のため失敗*

✓2020年: ニトリ対DCM/島忠 ⇒*ニトリによる対抗TOBが成功*

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aを実現できないリスク(2)

NISHIMURA & ASAHI

アクティビストによる介入/Strategic Buyerによる対抗TOB等のリスクを回避・予防するためには

- ✓ 適切な買収価格設定とその根拠を説得力ある形で開示することが重要(ex. 欧米では投資銀行からFairness Opinionを取得する実務が定着しているが、わが国では稀)
- ✓ 身売りの場合には、場合によってはGo Shop(複数の買い手候補へのtapping)も必要
- ✓ Deal Protectionを活用する必要(ex. 欧米では、fiduciary outを認めるのと引き換えにdeal protectionのために、deal金額の1～3%程度のbreak up feeを定めておくのがごく一般的)
- ✓ 対抗TOBを回避するために、買収スキームも検討する必要(ex. 米では、対抗TOBを回避する必要性が高い場合には、TOB＋スクィーズ・アウト(＝short-form mergerと呼ばれる)ではなく、現金対価三角合併(＝long-form mergerと呼ばれる。日本でいう現金対価株式交換)が用いられる場合が多い)

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aを実現できないリスク(3)

NISHIMURA & ASAHI

CFIUSに代表される各国の安全保障関連規制が大きなリスクに

- ✓ LIXILによるイタリアの建材子会社ペルマスティリーザの中国企業への売却が、CFIUSの承認を得られず中止に(2018)
- ✓ キリンHDによる豪州総合飲料会社ライオン飲料の蒙牛乳業(中国)に対する売却が、豪FIRB(外国投資審査委員会)の承認を得られず中止に(2020) *⇒その後、現地乳製品メーカー(ベガ・チーズ)に売却(2020)*

- ◆ EUでも安全保障関連規制(外国直接投資規制)が強化 *⇒対内直接投資審査規則(EU域外からEU域内への外国直接投資の審査制度に関する規則)が2019年4月10日発効・同年10月11日から全面適用開始*
- ◆ 独(2018年12月19日、ドイツの外国貿易管理令が改正され、審査対象となる重要インフラ事業会社株式の取得取引に係る議決権比率のバーが10%以上に引き下げ)のほか、英、仏、伊等でも安全保障関連規制(外国直接投資規制)が相次いで強化

⇒ 事前の関係各国における安全保障関連規制(外国直接投資規制)の入念な分析・評価が極めて重要に

©2021 YO OTA. All rights reserved

NISHIMURA & ASAHI

Ⅲ　M&Aを実行する際のリスク

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aを実行する際のリスク(1)

NISHIMURA & ASAHI

- **DDの不徹底による事後の不祥事発覚によるのれん等の減損リスク**
  - 第一三共が買収した印ランバクシーの虚偽申請データ問題(2008～2012:最終的には米司法当局に399億円の和解金支払いで解決)等に基づく巨額ののれんの減損(連結で約3,540億円)、HPが買収した英オートノミーの不正会計発覚(2012)による巨額の減損(約88億ドル)、LIXILが買収した独グローエの中国子会社の不正会計問題(2015)による巨額損失(約662億円)など
- **事業価値評価の見通しの甘さに起因するのれん等の減損リスク**
  - 住友化学が2010年に約570億円を投じて持分法適用会社(20%出資)にした豪ニューファームののれん減損問題(2010年に約287億円の特別損失を計上)、東芝傘下のWHが買収したS&Wの巨額減損に伴う東芝の7,125億円の巨額減損(2017)、日本郵政が買収した豪Tollの経営不振による4,003億円の巨額減損(2017)等
- **買収時におけるタックス・プランニング不足による不必要な課税リスク**
  - 買収スキームを構築するに際しては、税務・法務の両面を統合した形でスキームを構築することが必須であるが、その面における意識が低い日本企業が多い
  - 将来の株式譲渡等によるexitに当たってのわが国等での課税を回避・軽減するための中間持株会社ストラクチャーの構築やDebt Pushdown(買収資金の借入れに係る利払いの損金算入により将来の事業から得られる課税所得を圧縮する手法)など海外で一般的な節税手法も、我が国企業では余り用いられていない
  - ソフトバンクグループによる米スプリント/ブライトスター買収後におけるわが国でのタックス・ヘイブン対策税制課税事案(2018年:約939億円の申告漏れ・過少申告加算税含め追徴税額は約37億円)
- **買収時における役職員のインサイダー取引規制違反・情報開示規制違反のリスク**
  - イー・アクセスの秘書摘発事案(インサイダー取引:2013)、川崎重工と三井造船の経営統合事案(東証から不適切開示として注意:2013)など
- **規制等による買収遅延リスク**
  - 中国が絡むM&A案件の中国独禁当局による企業結合審査の大幅遅延

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&Aを実行する際のリスク(2)
～M&Aの中でも特に高リスクの類型

NISHIMURA & ASAHI

□ 海外M&Aによる新規事業分野への進出
- 日本郵政が買収した豪物流会社Tollの経営不振による約4,003億円の減損(2017)など

□ (特に海外上場企業の)上場ステータスを維持したままの買収
- ①第一三共が約4,883億円で買収した印ランバクシーについての巨額減損(2009年3月期に3,540億円の減損処理)、②JFEホールディングスが約1,000億円出資して持分法適用会社化した印JSWスチールについての約600億円強の株式評価損計上(2011)、③リコーが買収したリコーインドの会社更生法申請(2017年に最大約365億円の損失発生を公表)、④富士フィルムによるゼロックス買収案件(2018－2019)など

⇒ *米国の場合には「支配株主の少数株主に対する忠実義務の法理」が判例法上確立。その他諸国でも上場子会社については経営の独立性・自律性が重視されるため、グリップが効きにくい*

□ 重要な新興国所在子会社を抱える先進国企業の買収
- LIXILが買収した独グローエ傘下の中国上場子会社ジョウユウの不正会計問題による巨額減損(2015年に最大約662億円の損失発生を公表)など

⇒ *対象会社の子会社、特に上場子会社については、対象会社のコントロールが十分に及ばないため、どうしてもDDが手薄になりがち*

□ 非上場子会社を通じた海外M&A
- 東芝傘下のWHが買収したS&Wの巨額減損に伴う東芝の約7,125億円の減損(2017)など

⇒ *子会社(特に買収で子会社化された会社)が主体となった買収では、本社管理部門の関与が手薄になりがち*

□ 少数株主が残存する海外M&A
- キリンが買収したスキンカリオールについての少数株主との係争(2011年に約2,000億円で株式の50.45%を買収した後、残り49.55%を保有する株主に訴訟を起こされ、最終的に全株を約3,000億円で取得する羽目に(→その後、2015年にのれんの減損損失で約1,140億円の特損を計上し、最終的に2017年にハイネケンに770億円で売却して撤退)

©2021 YO OTA. All rights reserved

日本企業はなぜ海外M&Aで失敗するのか？

NISHIMURA & ASAHI

前提：　言語・文化の問題もあり、そもそも海外M&Aの難易度は格段に高い

- **高値掴み問題**
  - ⇒ *日本企業が高値掴みしがちなのは、①意思決定に時間がかかる分、売り手がその分の代価を要求する、②M&Aリテラシーが相対的に低い（洗練されていない）、③risk averseな分、protectionを厚くし過ぎて価格に跳ね返っている面がある、という要因から、「ジャパン・プレミアム」を支払わされているという指摘も*
  - ⇒ *Dealの責任者≠買収後経営（PMI）の責任者となっていることが多く、買収価格の決定に際してdiscipline（規律）が働かない構造になっていることが、日本企業が高値掴みしがちな主原因ではないか（ディールの責任者がクロージング後3年超関与するとディールの成功確率が向上）*
- **PMIの軽視**
  - ⇒ *日本企業はdealが完了すると経営トップも取締役会もそれで関心を失ってしまい、PMIにはほとんど注力しない（せいぜい若干名を現地に派遣するだけで、経営を被買収企業の従来の経営陣に丸投げしがち）ことが、難易度の高い海外M&Aがうまくいかない大きな原因*
  - ⇒ *日本企業は基幹業務システム（ERP）の統一・適用も後回しにしがちで情報のタイムリーな吸い上げができていない例が多い*
  - ⇒ *Deal完了後において取締役会に事業計画等の達成状況を定期的に報告する例も少ない（大型のM&A案件でも）*
  - ⇒ *欧米企業は、deal遂行段階よりもPMI段階でより多くの外部アドバイザーを投入する例が多いのに対して、日本企業はPMI段階で外部アドバイザーを投入することが稀*
- **事前準備に時間とコストを惜しみ過ぎ**
  - ⇒ *欧米企業は対象企業の発掘等に時間とコストをかける（新興国企業の買収案件では、クロール（日本企業としてはJPリサーチ＆コンサルティング等が存在）等を用いたback ground checkも入念に実施）のは勿論、dealの検討の初期段階から法律・会計・税務専門家を入れてストラクチャーや買収後の絵姿を徹底的に検討しているのに対し、日本企業は外部専門家の投入が遅すぎ（DD着手時から初めて投入するのでは遅い）*

©2021 YO OTAKA All rights reserved.

M&Aディール実行のための体制整備

NISHIMURA & ASAHI

M&Aを企画・推進・サポートするための専門部署の有用性

- M&A巧者と呼ばれる企業は、経験知の蓄積のため、かかる専門部隊を有している例が多い（日本電産、リクルートHD等）
- 個別ディールの推進サポートと買収後におけるPMIサポートの両方を当該専門部隊のミッションとしている例も多い

投融資委員会（M&A委員会）の有用性

- 大手商社、オリックスなど日常的にM&Aを実施している企業では、グループとして実行する投融資やグループ再編等に係る意思決定に際して、案件審議・評価（・取締役会付議の決定）までを行う投融資委員会を設置している例が多い
- 審議・評価の対象は、M&A案件については、①案件の意義・目的、②手法・ストラクチャー、③投資収益性、④重要なリスク（法務、会計、税務、財務、労務その他）など
  ⇒ *①意義・目的について（案件の目的が全体戦略に整合しているか？会社として達成すべきものか？）、②手法・ストラクチャーについて（手法や対象企業は、案件の目的達成のために適切か？他の手段の選択肢はないのか？）、③投資収益性について（社内ガイドラインに照らして、一定の投資収益性が認められるか？）、④重要なリスクについて（法務・経理・税務・財務・人事・コンプライアンス等の観点での重要なリスクは何か？対処策はあるのか）等々を審査*
- 構成メンバーも、単純に経営会議メンバーとするのではなく、目的合理性を重視して、①M&A企画・推進部門責任者、②財務・経理・税務担当執行役員、③法務・コンプライアンス担当執行役員、④IR・広報担当執行役員、⑤人事・労務担当執行役員、⑥関係する事業部門責任者等とすることが有用（なお、必要に応じて⑦情報セキュリティ担当執行役員等が招集される場合も）
- 投融資委員会は、専門性・中立性を持つ審議・評価機関として、事業戦略との適合性、投資収益性、リスク及び実効性等の観点で案件を審議・評価した結果を取りまとめ、（経営会議や）取締役会等の意思決定機関に答申する役割を持たされている例が多い

©2021 YO OTA. All rights reserved

投資収益性についてのガイドラインの例(1)

NISHIMURA & ASAHI

□ 資本コストの検討

※ どの程度の資本コストを目安とするか⇒*日本企業の買収案件の場合、過去において実際に株主に対して支払った平均リターンを基に資本コスト(WACC)を検討*

※ デットを活用した財務レバレッジを考慮するかも要検討

□ 海外企業の買収案件で用いる資本コストの場合

※ 上記の日本企業の買収案件で用いる資本コストを基に以下のファクターを考慮して調整

① 対象会社所在地国の現地通貨と日本円とのインフレ率の違い

② 対象会社所在地国そのものに基因する地政学的不確実性(政情、経済政策、経済構造等)に対する追加のプレミアム

⇒ *国別に資本コストを設定し、また、一定期間ごとに上記①②のファクターについて随時見直しを行って更新*

□ 永久成長率の設定

✓ 永久成長モデルによる継続価値の算定にあたっては、国別の「インフレ率」を使用

✓ この算定ロジックは、事業計画最終年度において、事業の成長率がインフレ率と均衡していることを前提としており、裏を返せば、この状態に至る時点まで将来の事業計画を描くことが求められていることになる

□ 投資収益性判断に当たって使用する事業計画期間

✓ 事業ごとに適切な事業計画期間は異なり得る

©2021 YO OTA. All rights reserved

投資収益性についてのガイドラインの例(2)

NISHIMURA & ASAHI

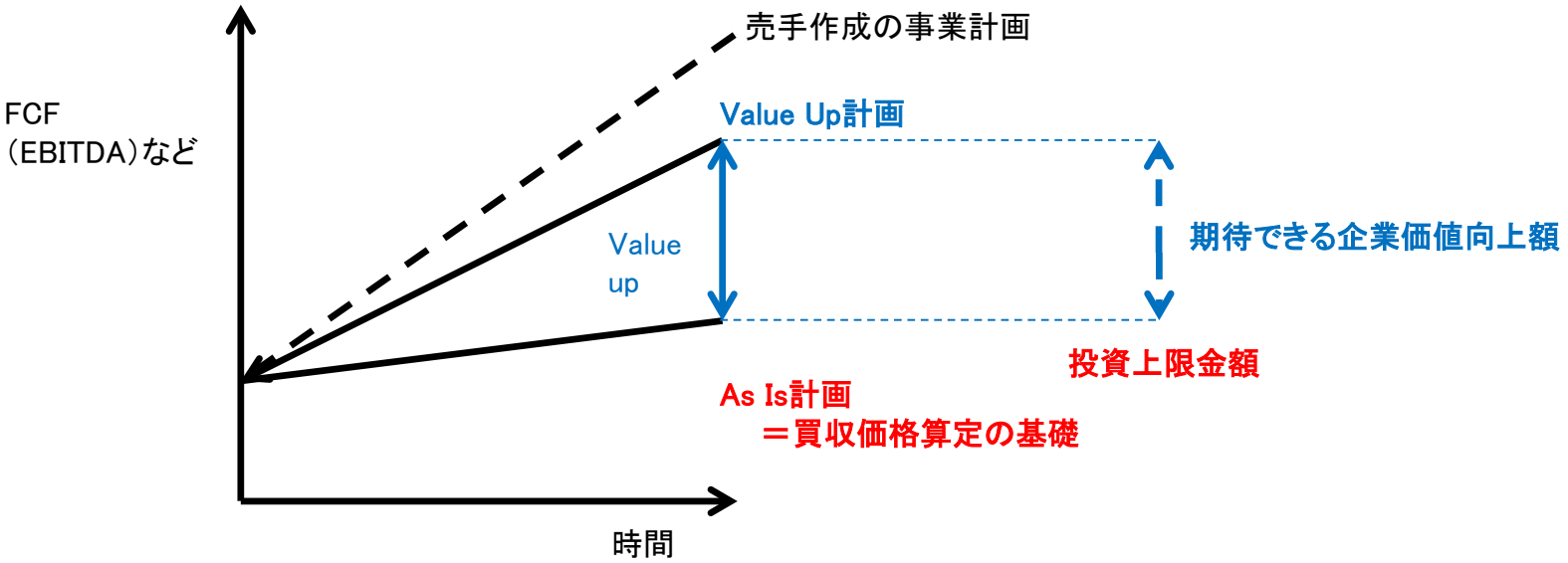
◘ 事業計画の考え方

- ✓ 買収価格の交渉に際しては、DDの過程で把握されたリスク等に基づき事業計画の見直しを行う必要
- ✓ 高値掴みを避けるためには、この際、下記2種類の事業計画の検討を行っておく必要

①As Is計画： 買収後のValue upを含まない事業計画
（＝買収価格算定の基礎とする計画）
（＝案件オーナーがコミットする計画）

②Value Up計画： 買収後のValue upを含む事業計画

- ➢ Value upのノウハウ、実績がないケースにおいては、As Is計画及びValue Up計画共にその実現の蓋然性について慎重に検討する必要
- ➢ Value upを加味した交渉可能な価格レンジは、シナジー（取り分）を吐き出すことを意味するため、場合によっては当該投資自体が自社の企業価値を向上させない可能性
- ➢ 従って、原則はAs Is計画により投資額の上限を設定するというのが一つの合理的考え方



©2021 YO OTA. All rights reserved

リスク・コントロールの手段としての買収対価支払の設計

- **買収後の過度なDebtの負担を回避し、買収価額を抑えるための買収対価の多様化**
  - ⇒ *わが国企業による海外M&Aの事例でも、従来の現金（かつ固定額）対価一本槍から、株式対価（ex. 東京エレクトロンとアプライドマテリアルズとの経営統合（破談）、プロスペクトによる英プロスペクトの買収、LIFULLによる豪Mitla Groupの買収）、混合対価（株式＋現金。ex. 武田によるシャイアー買収）の事例も登場してくるように*
  - ⇒ *株式対価を混ぜることにより、対象会社株主が、対象会社の将来の成長に参与する余地を残し、それによって買収価額の総額を抑制することが可能*

- **リスク・コントロールの手段としての変動制対価の活用**
  - ⇒ *わが国企業による現金対価でのM&Aの場合にも、earn out（ex. DeNAによるngmoco買収、ユーザーベースによる米Quarz Media買収）/reverse earn out、locked box mechanism（特に欧州）、CVR（contingent value rights）が徐々に利用されるように*
  - ⇒ *株式対価の場合にも変動制比率方式（ex. Citi Group－日興コーディアル）が用いられる例も*

©2021 YO OTA. All rights reserved

リスクヘッジ・リスクコントロールの技法(1)

NISHIMURA & ASAHI

(a)特に高値掴み問題(減損リスク)に対して

① 買収前における事業計画の精査
- 計画実現の蓋然性の検討
- 計画の前提条件についての慎重な検討
- 慎重なシナジー分析

② 買収ガイドラインに照らした投資収益性評価の徹底
- 緻密なWACCの検討を踏まえた、ROIC＞ハードルレート＞WACCとなっているかの検証
- 撤退基準の明確化

③ 契約上の各種の手当て
- 成長性の評価につき売り手との間に乖離があるときのearn-out条項の利用
- 事後的なリスク顕在化懸念があるときの分割払いやエスクロー、reverse earn-out条項の利用
- 例えば、部分買収＋売手に対するput optionの確保で、のれんの計上金額を限定

©2021 YO OTA. All rights reserved

リスクヘッジ・リスクコントロールの技法(2)

NISHIMURA & ASAHI

(b)企業価値を毀損する重大な問題に対して

①充実したDDの実施と検出された問題点への対応策の検討

- 原則として問題点指摘型とし、(主要取引先との間の基本契約の条件の整理といった)報告型は必要最小限で例外的な位置付けとすべし(*∵限られた時間とマンパワーの下では、リスク発見に重点を置くべき*)
- 「先入観のない白紙からのチェックがよい」とするのは机上の議論に過ぎない。限られた時間とマンパワーを考慮すると、買収の目的・狙いに即して最も重要なポイントと事前に判明している懸念点とを整理して、予め現地DDチームと共有した上で、焦点を絞ったDDを実施する方が有効
- DDで検出された問題点についての、リスクの想定金額・発生確率の分析、それに対する対応策(買収対象からのcurve out、買収価額の減額、condition precedentによるクロージング前の退路の確保、表明保証(特に、一定の事項に関する特別補償)、分割払いやエスクロー、reverse earn-out条項の利用)の検討こそが最も重要

©2021 YO OTA. All rights reserved

リスクヘッジ・リスクコントロールの技法(3)

NISHIMURA & ASAHI

(b)企業価値を毀損する重大な問題に対して(承前)

②表明保証保険の活用

- 近時、売り手側が投資ファンドの場合以外でも利用が拡大
- 但し、保険がカバーできる対象国等には限界がある点に留意(対象会社の所在地国だけでなく、その子会社の所在地国も問題)
- 対象会社への事前のDD実行が前提/保険金額には幅があるが、通常は企業価値(EV)の10～30%程度(保険料は保険金額の1～3%程度(もっとも、免責金額がEVの1～2.5%であることが前提))
- DDレポートにおける指摘事項は対象外とされる　⇒　*従って、表明保証保険の主たる意義は、売り手による情報の隠蔽、出し渋り、詐欺的な対応への備え*
- 時間を要し、判断者の個性等に左右されがちな裁判や仲裁と異なり、客観的な判断で比較的スムーズに保険金が支払われる点がメリット
- 契約交渉の際、売り手側に広汎な表明保証を認めさせるための手法としても用いられる
- retention amountと性質上除外される損害(環境問題、移転価格課税、制裁対象国規制、贈収賄問題、刑事手続による罰金等)には要注意

©2021 YO OTA. All rights reserved

【参考】株式対価による買収の事例
～三角合併（スキーム・オブ・アレンジメント）と自社株対価TOB～

NISHIMURA & ASAHI

※ 欧米企業によるクロスボーダーの大型買収では買収対価の全て又は一部を株式とするものが多い

※ 株式を対価とするクロスボーダーM&Aの場合、米国企業を対象とするものでは三角合併（英国・アイルランド企業の場合にはSOA）が用いられることが多いが、（英国・アイルランド以外の）欧州企業を対象とするものでは自社株対価TOB（Exchange Tender Offer）が用いられることが多い

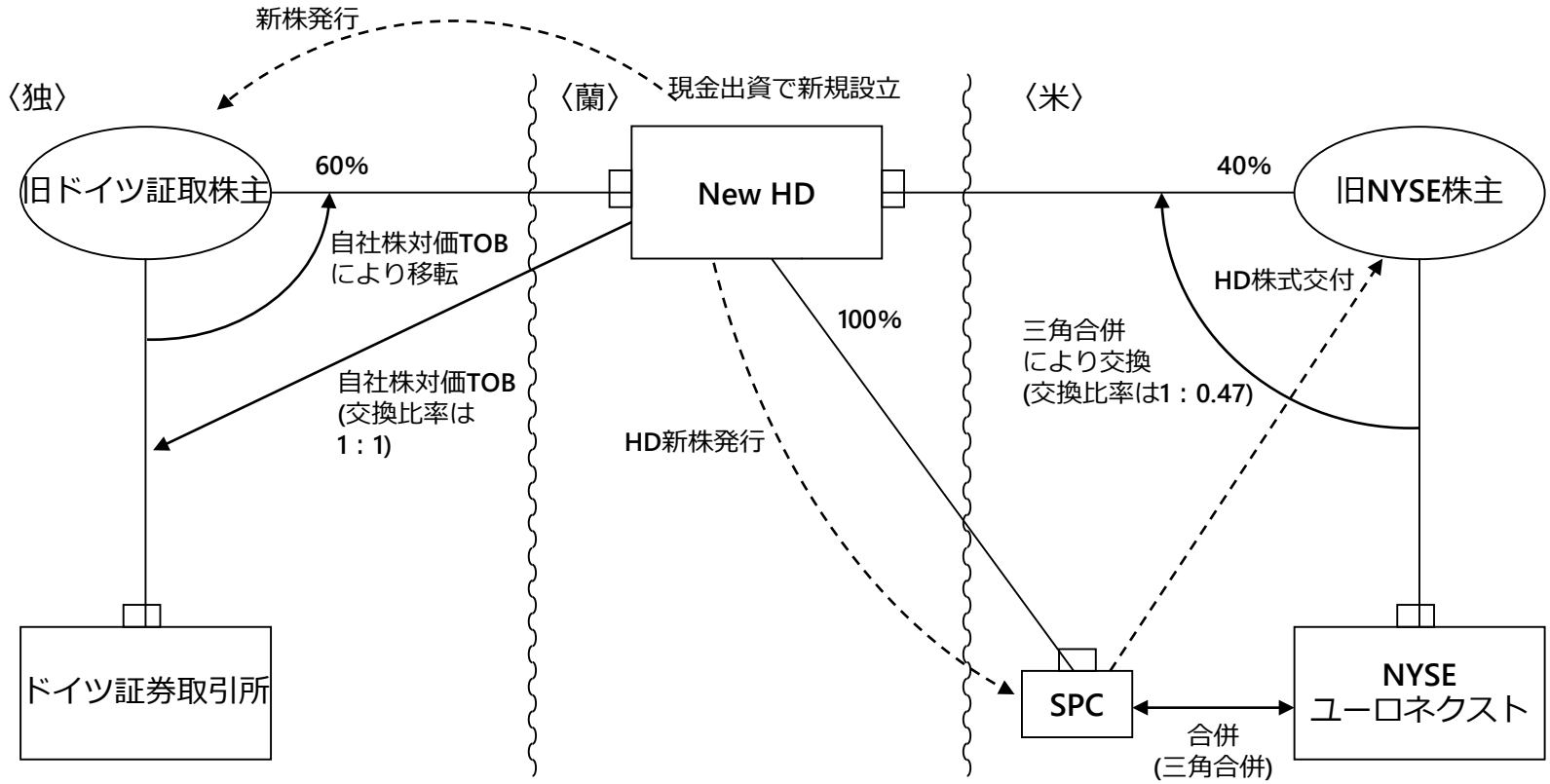
- ダイムラーベンツによるクライスラーの買収（1998）
- ボーダフォン（英）によるエアタッチ（米）の買収（1999）
- ドイツテレコム（独）によるボイスストリーム（米）の買収（2000）
- BP（英）によるアモコ（米）の買収（1998）
- ﾎﾞｰﾀﾞﾌｫﾝ・ｴｱﾀｯﾁ（英）によるﾏﾝﾈｽﾏﾝ（独）の買収（1999）
- ﾛｰﾇ・ﾌﾟｰﾗﾝ（仏）によるヘキスト（独）の買収（1999）
- ｳﾆｸﾚﾃﾞｨﾄ（UniCredit）（伊）によるﾋﾎﾟ・ﾌｪﾗｲﾝｽﾊﾞﾝｸ（HVB Group）（独）の買収（2005）
- ミッタル（蘭）によるｱﾙｾﾛｰﾙ（ﾙｸｾﾝﾌﾞﾙｸ）の買収（2006）
- BHPビリトン（英豪）によるリオ・ティント（英豪）の買収（2007～8）（破談）
- ｸﾗﾌﾄ・ﾌｰｽﾞ（米）によるｷｬﾄﾞﾊﾞﾘｰ（英）の買収（2009～10）
- ドイツ証券取引所（独）とNYSEﾕｰﾛﾈｸｽﾄ（米）との経営統合（2011）（三角合併と自社株対価TOBの組合せ：破談）
- 東京エレクトロンとアプライドマテリアルズ（米）との経営統合（2014）（破談）
- Medtronic（米）とCovidien（アイルランド）との経営統合（2014）
- ファイザー（米）とアラガン（アイルランド）との経営統合（法的にはアラガンによる買収の形式：2015～16）（破談）
- 武田薬品によるShire（英領ジャージー諸島籍）の買収（2018-）

©2021 YO OTA. All rights reserved

【参考】ドイツ証取＝NYSEユーロネクストの統合スキーム

NISHIMURA & ASAHI

自社株対価TOBと三角合併との組合せによる クロスボーダー経営統合の基本形（2012→最終的に破談）

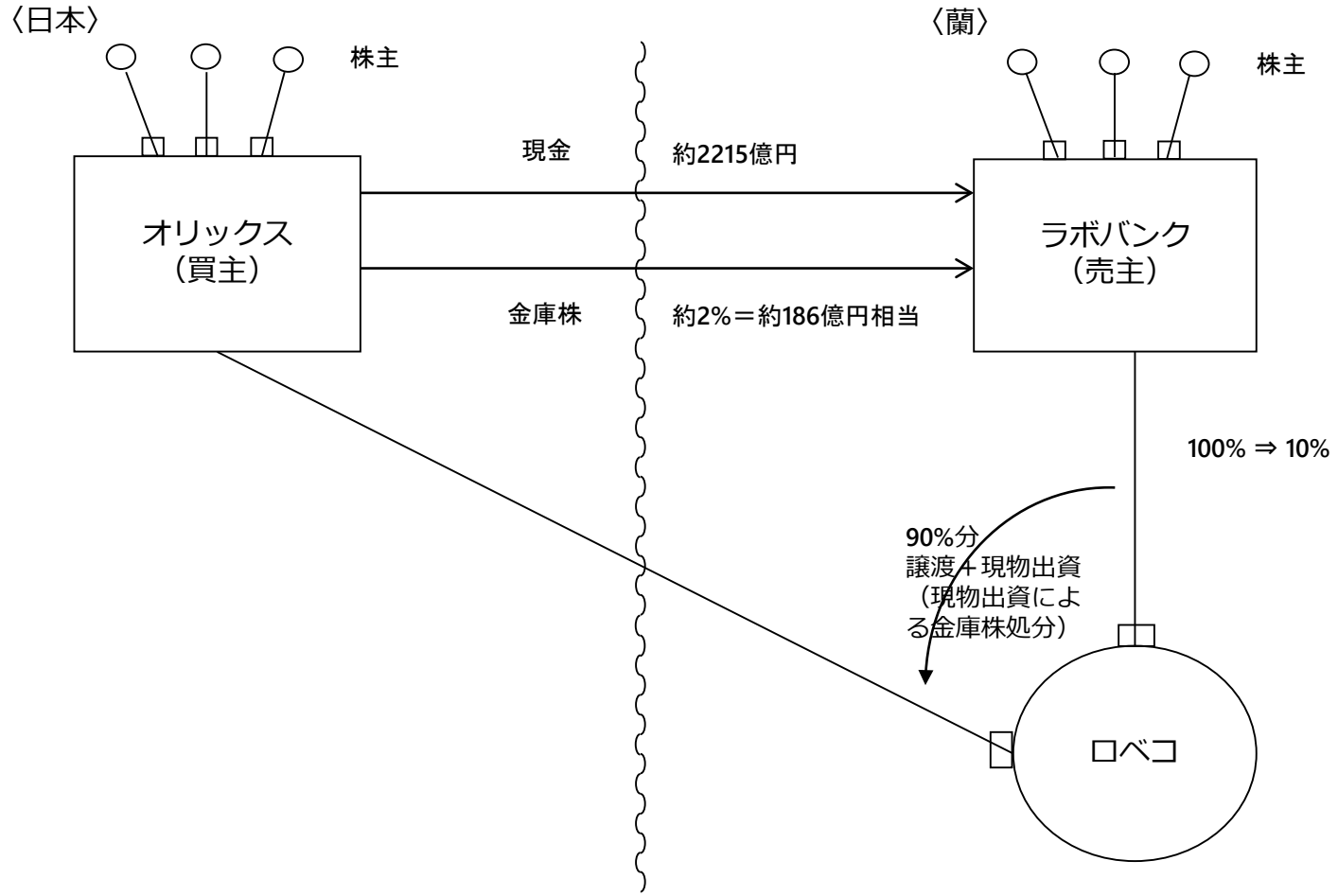


©2021 YO OTA. All rights reserved

【参考】オリックスによる蘭ロベコ買収のスキーム

NISHIMURA & ASAHI

※ *同様の事例として、そーせいによる英アラキス買収、 DeNAによる米ngmoco買収等の事例有*



©2021 YO OTA. All rights reserved

NISHIMURA & ASAHI

Ⅳ　PMIに失敗するリスク

©2021 YO OTA. All rights reserved

PMI（Post Merger Integration）に失敗するリスク

- **買収後の子会社管理不行き届きに起因する事後の不祥事発覚による株式等の減損リスク**
  - 吉富製薬との合併などを経て田辺三菱製薬に吸収された旧ミドリ十字の子会社バイファによる申請データ改竄（2010）
  - キリンHDが買収して子会社化したメルシャンにおける循環取引発覚（2010）
  - 三菱商事が買収した米ユカール・カーバイドのカルテル事例（2001：米連邦司法省との量刑合意により160億円の罰金→その後、三菱商事役員に株主代表訴訟が提起されたが、三菱商事黒鉛電極カルテル株主代表訴訟（東京地判平成16年5月20日判時1871号125頁により原告株主が敗訴））
- **PMIの失敗・シナジー発揮不発による業績低迷リスク**
  - 日本企業による海外M&Aの成功例は、JTによるRJRナビスコ海外たばこ事業（RJRI）買収（1999）・英ギャラハー買収（2007）、ブリヂストンによる米ファイアストン買収（1988）など非常に数少ないとの指摘も
- **特に対象会社の上場ステータスを維持した場合の経営グリップ失敗リスク**
  - 特に「支配株主の少数株主に対する忠実義務」法理が妥当する米国や、上場子会社の親会社からの独立性が強く要請される傾向にある英国やインド等の企業を上場ステータスを維持したままで買収する場合には要注意（ex. リコーが買収したインドの上場子会社であるリコーインドの破綻事例（2017～18））
- **買収後における移転価格課税リスク**
  - 海外では新興国も含めて多くの国で移転価格税制において所謂「文書化義務」が課されているが、わが国では文書化義務への対応を含めて移転価格課税リスクに十分配慮していない企業が依然として多い
- **コンサルタントやJVパートナーによる贈賄等の不祥事・法令不遵守リスク**
  - 東南アジア諸国を始めとする新興国への進出案件では多発
  - 米コンサルティング会社アリックスパートナーズの調査によれば、買収先の汚職リスク発覚でM&Aが延期・中止に至った例は実に36%に上る

©2021 YO OTA. All rights reserved

例1: インド企業買収後のPMIに際しての問題

NISHIMURA & ASAHI

- **連邦制国家であり、憲法上、①中央政府が管轄する事項、②州政府が管轄する事項、③双方の共同管轄となる事項が分かれている**

  ⇒ *そもそも適用される法令自体を見つけるのが容易でなく、また、その適用範囲・適用関係や解釈も不明確*

  ⇒ *土地、労働、環境などビジネスに密接に結びつく法令・許認可については、州政府が管轄する部分が多い。適用される法令自体や提出書類が英語ではない場合も*

- **社会的インフラとしての司法制度の実態が先進国企業の期待に届いていない**

  ⇒ *裁判所: 案件過多で完全に機能麻痺しており、期日延期は日常茶飯事である。一審判決までに数年かかり、10年を超える案件も多くある。一審では必ずしも公正な判決が得られないこともあり、高裁・最高裁まで争うとなると何十年もかかる場合も*

  ⇒ *弁護士: 司法試験制度ができたのがごく最近で、弁護士の質にばらつきが大きい。よい弁護士を見つけるには、よい弁護士から紹介を受け、且つ複数の弁護士を見比べる必要が高い*

- **課税当局の調査・追徴姿勢が非常にアグレッシブであり、税務紛争が絶えない**

  ⇒ *国際取引: 移転価格課税による追徴事案が非常に多い。税務アドバイザー等による支援が必須*

  ⇒ *国内取引: 州境を跨ぐ取引には間接税が課される。2017年7月、統一的なGST(Goods and Service Tax)制度が導入されたが、手探りの運用が続いている*

©2021 YO OTA. All rights reserved

例2：ブラジル企業買収後におけるPMIに際しての問題

◘ 日本からのモニタリングの難しさ

- ✓ 地理的・時間的な距離が大きく、ともすれば現地に任せてしまうようになりがち
- ✓ 公用語がポルトガル語であり、また特に現業レベルには英語を理解しない従業員も多く、口頭及び書面のいずれにおいても日本人が情報を取得することについてのコストが高い
- ✓ 事業・会社運営が「仕組み」より「人」に依存する程度が相対的に高く、情報が共有されにくい場合がある

⇒ *適切な日本人（日系人）人材を見つけ、適切なポストに付けることの重要性*

⇒ *株主に対する情報提供の体制を確認し、必要に応じて改善することを要検討*

⇒ *貴社が日本農薬の親会社となることを契機として既存の株主間契約を改めてレビューした上で、変更の要否を要検討（ex. 新日鐵住金がテルニウムとのJVであるウジミナスの支配権争いで最近まで大変な苦労をした例なども踏まえると、ブラジル事務所も交えて株主間契約を見直すことも検討に値する可能性）*

◘ 他国と比較した場合のブラジルにおける顕著なリスクの存在

⇒ *①税制が独特、複雑かつ税負担が重く（PwC及び世界銀行の調査によれば、ブラジルの企業の税負担はG7及びBRICs諸国の中で最高水準にあり、ブラジル企業が税務処理に要する時間は世界最長）、更に課税当局のアグレッシブな執行姿勢も相俟って、税務紛争が起きやすいこと、②労働者保護色が強い労働法制（2017年11月に大改正が行われるも、今後裁判所においてどのように運用されるかは未だ不透明）と労働訴訟が多発する文化、③贈収賄、カルテル等コンプライアンス上のリスクの存在と近年の法改正及び当局による法執行の積極化による摘発の現実的リスクの増加、④環境法制等が非常に厳格であり、違反があった場合の影響も大きいなど、ブラジルにおいてとりわけ顕著なリスクが多く存在する（いわゆる「ブラジル・コスト」）*

⇒ *リスクを適切にコントロールするためのモニタリングの重要性がとりわけ高い*

©2021 YO OTA. All rights reserved

ディールPMIとしての買収後DDの有用性

NISHIMURA & ASAHI

買収後における再DD（Post-Closing DD）の有用性

- クロージング後に、内部者として情報へのフリーなアクセスが可能となったことを踏まえて、改めて全般的に徹底したPost-closing DDを実施（∵表明保証違反その他の問題を、早期に把握・対処するため）することが重要　⇒　*日本企業は買収が完了したことに満足してPost-closing DDを怠る例が極めて多い*
- IP DDの実施（自社と買収先双方の技術情報の共有・分析と創出し得るシナジーの検討）も重要
- 社内リニエンシーを用いた内部通報の吸い上げ　⇒　*重大なコンプライアンス違反を洗い出すためにも非常に重要*

©2021 YO OTA. All rights reserved

適切なガバナンスを前提とした「任せる経営」（総論）

NISHIMURA & ASAHI

- 基本的な価値の共有が出発点
- ガバナンス（規律）と「任せる」こととのバランスが極めて重要
  ⇒責任権限の明確化が極めて重要
- 徹底した見える化（透明性の確保）の重要性
- 主体性・当事者意識の涵養・鼓舞

©2021 YO OTA. All rights reserved

責任権限（分配）の明確化

NISHIMURA & ASAHI

- **本社の承認事項を責任権限（分配）規程（Operation Guidelines）等で明示することが極めて重要**
  - ✓ 単年度・中期事業計画、役員人事、役員報酬・賞与、KPIの設定、一定額以上の投資コミットメント、コンプライアンス、責任権限（分配）規程自体の改廃、重要な情報システムの導入等
  - ✓ 日本企業は国内子会社向けのグループ会社管理規程を漫然と買収した海外子会社にも適用する例が多いが、国内子会社向けの規程は曖昧かつ実効性が乏しい（昭和56年旧商法改正の「負の遺産」）ため、却ってグリップが利かないことが多い
    - ⇒ *買収した海外子会社（の経営陣）との間では、本社と現地経営陣との間の責任権限分配を、経営管理契約（協定）のような法的に明確な形で定め、現地経営陣の責任権限範囲におけるKPIの達成状況と報酬・人事をリンクさせる必要*

- **グリップが必要な部分をあぶりだす人材を本社から送り込むことも重要**
  - ✓ 被買収会社の内側から「本社によるグリップが必要な部分」を炙り出すための人事配置を実施
  - ✓ 買収時から、現地の管理部門に本社からの要員を派遣し、コーポレートPMI（後述）を実行することが非常に重要（本社の管理部門も規模拡大に合わせて増強することが必須）
  - ✓ その後も財務、経営管理、企画機能等の重要部門に本社からの人材を配置し、課題を継続的に発掘していくことが重要

©2021 YO OTA. All rights reserved

徹底した見える化（透明性の確保）

NISHIMURA & ASAHI

※ JTの事例

□ 意思決定の見える化（電子意思決定システムの活用等）の有用性

- ✓ 被買収会社内の意思決定ルートを明確化し、案件ごとの各役位・ファンクションのコメントを参考に最終権限者が意思決定
- ✓ 本社からはすべての意思決定が閲覧可能

□ 経営情報の見える化（本社による事業運営・事業計画進歩状況のモニタリング）

- ✓ 基幹業務システム（ERP）の統一は不可欠　⇒　*日本企業はこれを後回しにしがち*
- ✓ 本社と被買収会社の経営陣が被買収会社の単年度・中期事業計画作成方針の議論を半期に1回実施することが重要
- ✓ その前提として被買収会社の役員と同レベルの情報を本社経営陣が共有していることが議論を実りあるものにするために重要
- ✓ 事業計画進捗の財務計数、Key Business Driver、市場動向等を被買収会社から定期的に本社に報告

□ 被買収会社経営陣から独立した内部監査体制を確立

- ✓ 本社管理担当役員をレポートラインとする内部監査体制（∵現地子会社の経営トップを介在させると悪い情報がそこで目詰まりを起こす可能性）

©2021 YO OTA. All rights reserved

主体性・当事者意識の涵養・鼓舞

NISHIMURA & ASAHI

※ JTの事例

□ 本社の関与は責任権限（分配）規程の範囲内に限定

- ✓ 基本的には、責任権限（分配）規程で定めた範囲を超えて、箸の上げ下ろしまで口をださない
- ✓ （特に海外企業の買収の場合）日本のベストプラクティスやKnow-Howを被買収会社に一方的に押し付けず、被買収会社が理解・納得し、「自らの意思としてベストプラクティスを実践した」という意識を持たせることが肝要

□ 関心なくして敬意なし・敬意なくして信頼なし・信頼なくして協働なし

- ✓ 信頼関係の基礎として、Face to faceのコミュニケーション⇒お互いの関心⇒敬意の念を醸成。一旦敬意の念が生まれれば、ITインフラを用いたコミュニケーションで十分意思疎通可能
- ✓ ビジョン・組織目的・中期目標・実現する施策、そして業務成果の測定といった「共通」の議論の土俵が必要

©2021 YO OTA. All rights reserved

広義のPMIとコーポレートPMI

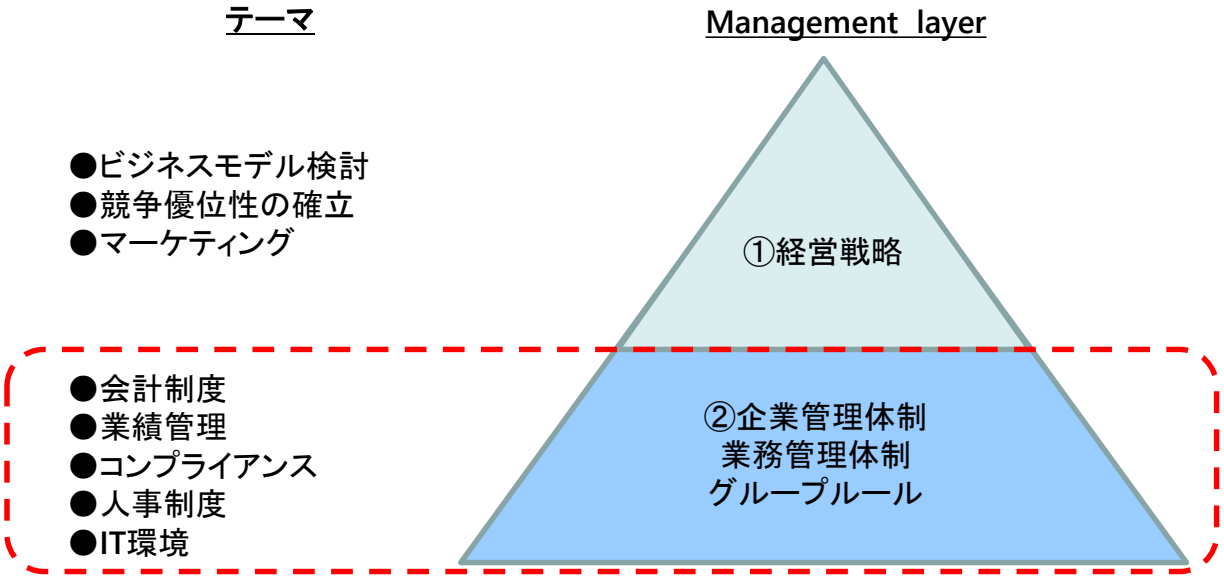
NISHIMURA & ASAHI

広義のPMI（Post Merger Integration）

✓ 当初計画したM&A後のシナジーを獲得するために、実質的な組織統合マネジメントを推進していくプロセスであり、大きく以下の2つのレイヤーに分けられる

① シナジーを追求していくための経営戦略の策定・実行
② グループルール（ポリシー）を導入し、経営管理体制／業務管理体制を確立 ⇒ 「コーポレートPMI」

✓ コーポレートPMIは、基本フォーマット（グローバル・ポリシー）を持ちつつも、企業文化（国、業種、企業ステージ、従前のオーナシップ等々に起因するもの）をきちんと理解した上で、カスタマイズしたり、導入・統合作業を行っていく事が非常に重要（ex. グローバルIT企業のプライバシー・ポリシーとそのローカライゼーションの例）



※ 左記とは異なるレイヤーとして、クロージング後のディール固有論点に関するPMIも存在＝ディールPMI

©2021 YO OTA. All rights reserved

コーポレートPMI・ディールPMIの主なタスク

NISHIMURA & ASAHI

◆ コーポレートPMI＝グループガバナンスに向けての対応

① 現場執行に際しての決裁権限の把握
意思決定プロセス、権限付与状況の把握

② 経理対応
- 決算、監査の実態把握
- 本社の連結決算、監査に関するインプット、本社の連結決算への取込作業

③ 財務対応
- 資金管理体制の実態把握
- 資金管理体制の整備

④ 内部統制・内部監査対応
- 全社統制（Corporate Level Control）、決算財務報告システム（Financial Control for the Report）導入のための予備調査　→　*整備対応（基幹業務システム（ERP）の統一・適用は不可欠）*
- 内部監査の実施
- 外部監査のトライアル

⑤ 人事対応
- 人事制度の実態把握
- 人事制度の整備（必要に応じて）
- 駐在員対応（給与、VISA）

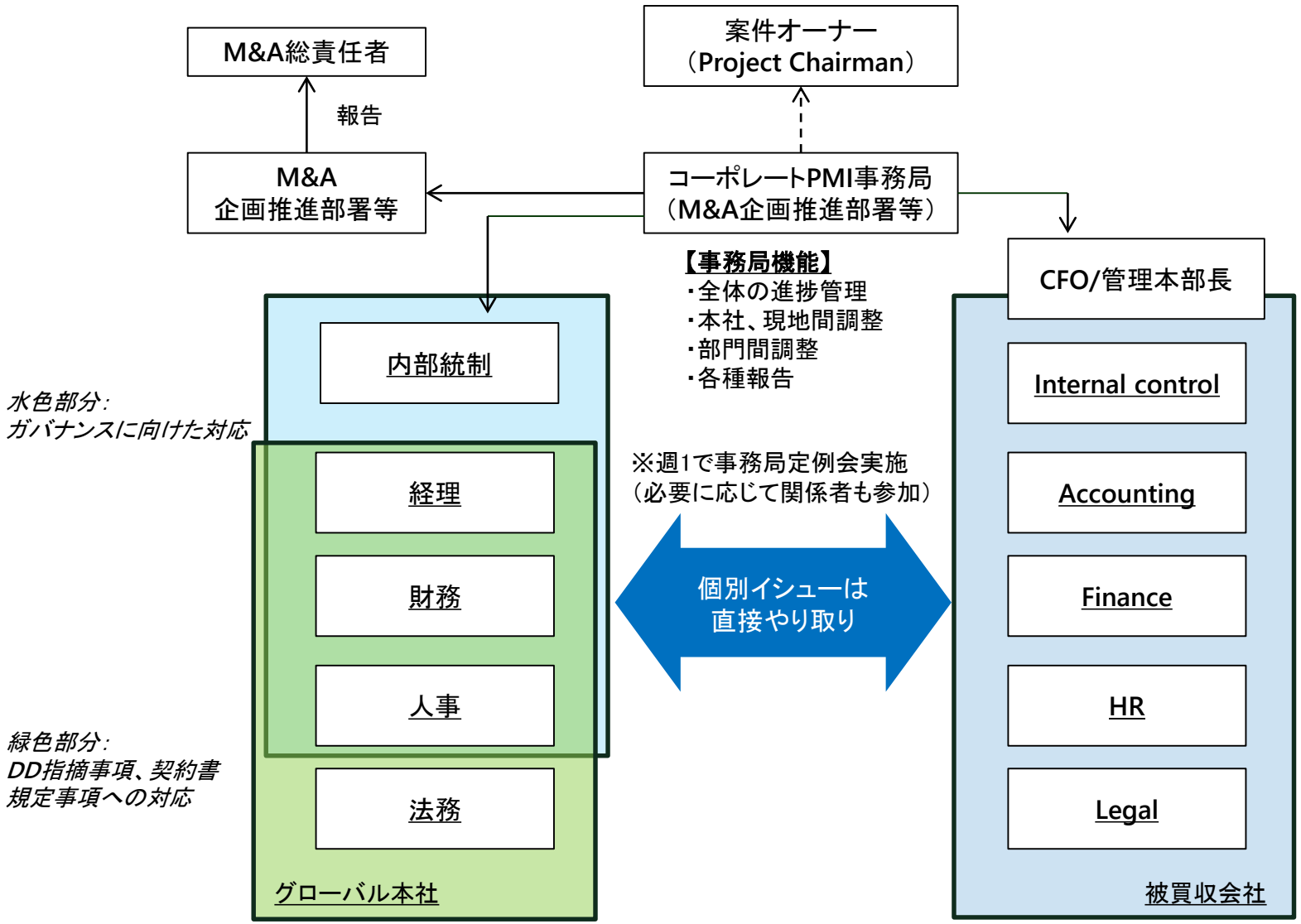
◆ ディールPMI

① DD指摘事項への対応
ディール毎に対応タスクは異なる

② 契約上規定されている事項への対応
ディール毎に対応タスクは異なるが、主には下記のような事項が想定される。
- 運転資本の調整
- 税負担調整（クロージング前の事業年度、クロージング日をまたぐ事業年度）
- 補償事項の対応（一般事由、表明保証・契約違反等、税金、訴訟等々）
- エスクローの対応
- リテンションボーナスの支払い等

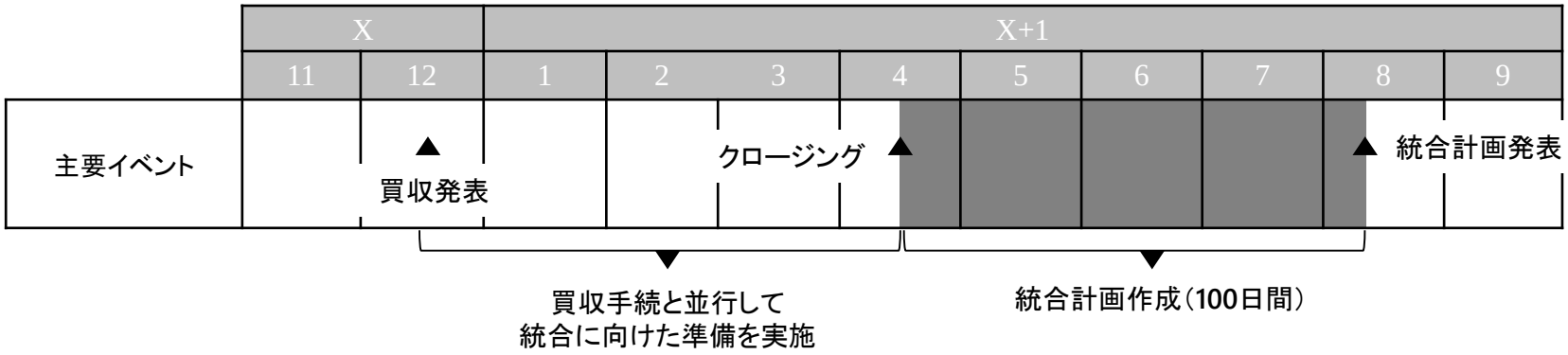
©2021 YO OTA. All rights reserved

コーポレートPMI・ディールPMIの実行体制の例



©2021 YO OTA. All rights reserved

クロージング直後から「青写真」の実現に専念できる体制を構築



✓ 少人数の買収プロジェクトから本社主管部門、本社管理部門及び被買収会社全体を巻き込む統合管理体制への円滑な移行

買収時に適した意思決定体制の構築	• 買収クロージングは自らが最も脆弱になる時間の始まり
将来に対する不透明感・不安感の極小化	• クロージング前に被買収会社の執行取締役・上級幹部を面接し買収完了後の被買収会社のマネジメントの布陣を決定 • 社内コミュニケーションの徹底 例） コミュニケーションハンドブック、HRハンドブック等の配布、社内イントラネットの整備
当事者意識の涵養・鼓舞	• 当初から買収プロジェクトメンバーを統合事務局の中核メンバーに配置 • 個々の統合計画策定と結果責任は、担当する全ての業務執行役員に帰属
日々の事業活動を停滞させない準備	• 買収完了初日から業務が機能するよう、責任権限（分配）規程などを整備

©2021 YO OTA. All rights reserved

統合基本原則（Integration Principles）の例

※ JTのJTI買収に際しての統合基本原則の例

- ☑ One company - one management（シングルカンパニー・シングルマネジメント）
- ☑ Fair and equal treatment of all employees, irrespective of company of origin（出身にかかわらず、全従業員に対し公平で公正な扱い）
- ☑ Speed in decision making is critical – 80/20 rule（迅速な意思決定- “80/20ルール”）
  ⇒ *100%の完成度を目指さず、80%の完成度でもスピード感を持って動いていく*
- ☑ Keep it simple（シンプルに）
- ☑ Plan delivery is our #1 priority（年度事業計画の達成を最優先）
- ☑ Strictly minimize disruptions to existing business（通常オペレーションの混乱を最小化）
- ☑ Capture synergies in a disciplined and systematic manner（体系的なシナジーの把握）
- ☑ Separate organization for integration management but all Execution Committee members accountable to deliver results（独立した統合管理体制。一方、結果責任は全てのExecution Committeeメンバーに帰属）
- ☑ In-house management（社内資源での統合完遂）
- ☑ Integration plans will be finalized in the first 100 days after closing（100日間で統合計画を策定） ⇒ *GEの例が著名*

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&A実行後の継続的モニタリング

NISHIMURA & ASAHI

- 買収価格算定の基礎となる事業計画（As Is計画）は、案件オーナーが最低限の目標としてコミットすべきもの

- M&Aディールの責任者（案件オーナー）が買収後のPMI・経営を一気通貫で実行する体制を確保することが重要
  ⇒ *高値買いの抑制のためには、買収後の事業計画にコミットする人が買収価格の決定に責任を持つ体制を構築することが極めて有効*

- 買収実行前に意思決定のベースとしたAs Is計画を上回るValue Up計画をベースにして、具体的な打ち手やKPIの推移を含めた粒度の細かい事業計画を買収後に策定すべき

- 買収後は買収時計画対比での継続的なモニタリングを行う必要（大型M&Aでは取締役会への事後的な進捗報告も必要）
  特に本社側ではコミット計画であるAs Is計画の達成状況を確認
  ⇔ 主管事業部門では買収後のValue upの進捗を確認
  ✓ 単なるP/Lのモニタリングに止まらず、M&A実行後に被買収会社の企業価値が持続的に成長しているかを継続的にモニタリングすることが必要
  ✓ As Is計画を下回ることは基本的には許容しないことが肝要（責任者の人事評価に反映等）
  ⇒ *基本的には、As Is計画未達がexitラインになり得る*

©2021 YO OTA. All rights reserved

買収後における子会社管理の実効化の重要性

NISHIMURA & ASAHI

◆ 連結内部統制の実効化が大きな課題

⇒ *日本取引所自主規制法人2018年3月30日付け「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」：「特に海外子会社や買収子会社にはその特性に応じた実効性ある経営管理が求められる」（原則5後段）*

- 子会社（特に海外・新規買収子会社）の管理部門の人的強化（特にコーポレートPMI確立までは本社からポイントとなる部署に人材を派遣しておく必要性）
- 基幹業務システム（ERP）の統一・適用
- 子会社（特に海外・新規買収会社）から情報を吸い上げる仕組みの確立（ex. 三菱商事が2005年に設置した国内子会社役職員用の「MCグループ弁護士目安箱」・2016年に設けたグローバル内部通報制度、ソニーの「ソニーグループ・コンプライアンス・ホットライン」、Panasonicの「公益通報・グローバルホットライン」を始めとする、グローバル内部通報制度等の整備）
  - ⇒ *なお、グローバル内部通報制度の構築に当たってはEUデータ保護規則（GDPR）やシンガポール・香港等の個人情報保護法等、パーソナルデータの越境規制を定める個人情報・パーソナルデータ保護法制との関係に留意が必要*
- 子会社の内部統制部門から（子会社のCEOを介さず）本社の内部統制部門責任者に対して直接レポートする体制を構築することが極めて重要（ex. JTの事例）
- グループ内におけるコンプライアンス参考情報の共有（ex. トヨタがグループ各社に定期的に配布している「他山の石」事例集）
- 本社内部監査部門・監査役による定期的な海外往査も（威嚇効果の観点から）重要

©2021 YO OTA. All rights reserved

NISHIMURA & ASAHI

Ⅴ 買収されるリスク

©2021 YO OTA. All rights reserved

M&A（買収）されるリスク

NISHIMURA & ASAHI

□ 敵対的（非友好的）買収により買収されるリスク

⇒ 2020年前後から、敵対的買収が成功する例が徐々に出現

⇒ 持ち合い解消の動きの加速化とスチュワードシップ・コードの影響による機関投資家の行動変容により、わが国でも敵対的買収が成功する素地が整ったことが要因

⇒ 今後はベア・ハグ・レター（公開書簡による買収提案）を活用した非友好的買収が増加する可能性

◆ （事業会社による）敵対的買収の主な事例

✓2019年： 伊藤忠対デサント、コクヨ対ぺんてる *（⇒現状成功せず）*、HIS対ユニゾHD *（⇒成功せず）*

✓2020年： 前田建設対前田道路、コロワイド対大戸屋

⇒ 有事導入型（特定標的・株主判断型）買収防衛策（ex. 東芝機械が2020年にレノに対して発動）もあるが、万能ではなく、結局最後は株主総会で多数を制することができるかが勝負

⇒ 機関投資家を中心とする株主に対して、説得力のある中長期的な企業価値向上の道筋を示すことができるかが勝負の分かれ目

⇒ 特に対アクティビストには、納得感のあるフリー・キャッシュ・フローのCash Allocation Planを提示することが重要

©2021 YO OTA. All rights reserved

講師略歴等

NISHIMURA & ASAHI

太田　洋

Yo OTA

西村あさひ法律事務所
パートナー弁護士

Tel: 03-6250-6285(直通)
Fax:03-6250-7200
y_ota@plus.jurists.co.jp

1991年　東京大学法学部卒、
93年　第一東京弁護士会弁護士登録、
2000年　ハーバード･ロー･スクール修了（LL.M）
01年　米国NY州弁護士登録
01年～02年　法務省民事局参事官室（商法改正担当）
03年1月　西村あさひ法律事務所パートナー
13年4月～16年3月　東京大学大学院法学政治学研究科教授

現在、西村あさひ法律事務所　パートナー弁護士
（株）リコー社外監査役、日本化薬（株）社外取締役、電気興業（株）社外取締役、（公財）ロッテ評議員、日本取締役協会幹事、同協会コーポレート・ガバナンス委員会副委員長、金融審議会ディスクロージャーWG委員、経済産業省「我が国企業による海外M&A研究会」委員

主な著書等

『デジタルエコノミーと課税のフロンティア』（共編著、有斐閣、2020）、『社外取締役の教科書』（共著、中央経済社、2020）、『個人情報保護法制大全』（編著、商事法務、2020）、『M&A・企業組織再編のスキームと税務〔第4版〕』（編著、大蔵財務協会、2019）、『M&A法大全（上）（下）〔全訂版〕』（編著、商事法務、2019）、『社債ハンドブック』（共編著、商事法務、2018）、『新株予約権ハンドブック〔第4版〕』（共編著、商事法務、2018）、『種類株式ハンドブック』（共編著、商事法務、2017）、『経済刑法』（共著、商事法務、2017）、『会社法実務相談』（共編著、商事法務、2016）、『平成26年会社法改正と実務対応〔改訂版〕』（共編著、商事法務、2015）、『企業取引と税務否認の実務』（大蔵財務協会、2015）、『クロスボーダー取引課税のフロンティア』（共編著、有斐閣、2014）、『タックス・ヘイブン対策税制のフロンティア』（共編著、有斐閣、2013）、『移転価格税制のフロンティア』（共編著、有斐閣、2011）、『新しい持株会設立・運営の実務』（共編著、商事法務、2011）、『M&A法務の最先端』（共編著、商事法務、2010）、『国際租税訴訟の最先端』（共編著、有斐閣、2010）ほか多数

©2021 YO OTA. All rights reserved